



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

西南核心港口，成长性静待释放

—北部湾港(000582)公司深度报告

2025 年 3 月 18 日

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号 S1500524110001

邮箱 huangan@cindasc.com

证券研究报告

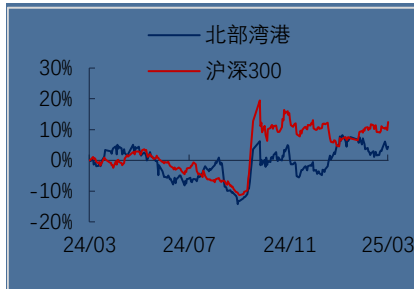
公司研究

公司深度报告

北部湾港(000582)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	8.34
52周内股价波动区间(元)	9.00-6.77
最近一月涨跌幅(%)	1.46
总股本(亿股)	22.78
流通A股比例(%)	77.33
总市值(亿元)	189.95

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

北部湾港（000582.SZ）深度报告：西南核心港口，成长性静待释放

2025年3月18日

本期内容提要：

➤ 北部湾港为西南地区核心港口，公司积极响应港口行业整合的趋势，持续扩张货源、投放产能。吞吐量的长期成长空间基于西部陆海新通道带动的区域协同。其中，西部陆海新通道骨干工程平陆运河降本增效的战略意义显著，相关吞吐量成长性静待释放。

➤ 北部湾港：西南核心港口，规模与盈利性处行业上游。北部湾港是广西北部湾地区国有公共码头的唯一运营商，运营北海港、钦州港、防城港三个港口。

■ 经营层面：公司2024年实现货物吞吐量3.28亿吨，2021~2024年货物吞吐量CAGR为6.76%；实现集装箱吞吐量901.52万标准箱，2021~2024年货物吞吐量CAGR为14.46%，吞吐量规模处于行业上游水平，集装箱吞吐量增速领先行业。

■ 财务层面：2024年前三季度，公司实现营收49.02亿元，同比增长0.13%；实现归母净利润9.16亿元，同比增长8.06%。公司ROE处于行业上游，2023年，公司ROE为8.50%，高于港口板块平均水平1.52个百分点。

➤ 港口行业：区域整合大势所趋，建设与定价趋于理性。我国港口行业发展成熟，以货物装卸为主业，腹地经济决定业务规模，产能规模、吞吐量、装卸费率决定利润规模。过去经济波动引起行业产能过剩，加剧港口同业竞争，整体效益的受损倒逼行业形成整合的趋势，随着竞争格局改善，行业装卸费率逐步回归理性，但业绩改善并非港口整合的必然结果。

➤ 西部陆海新通道支撑长期空间，成长性静待释放。北部湾港是我国西南地区内外贸物资转运距离最短的出海口、西南地区面向东盟国家最便捷的出海通道，腹地主要为广西、云南、贵州、四川、重庆等地区，并直接对接对东南亚的进出口需求。

■ 吞吐量的基本盘：我国西南地区进出口金额成长性突出，广西、贵州进出口金额2019~2024年CAGR分别超全国水平5.51、3.58个百分点；同时，RCEP的落地带动全国各地对东盟的进出口需求，现阶段广西占全国对东盟进出口金额的比重在5%~6%附近，公司相关的航运需求存在扩张空间。

- **吞吐量的成长空间：**公司腹地需求被长江、西江，以及西南地区的沿海港口分流的情况客观存在但影响有限。长期看，西部陆海新通道有望扩大西部地区既有通道能力，带动区域协同。其中，骨干工程为平陆运河，广西交通运输厅预计 2026 年底主体建成，有望弱化西江内河港口、湛江港对北部湾港的分流作用，并使北部湾港直接受益于广西、云南、贵州地区后续的进出口航运需求增量。南国早报援引相关研究预计平陆运河货运总量到 2035 年可达 0.96 亿吨，到 2050 年将达 1.2 亿吨。
- **持续扩产彰显信心，成本端压力或影响有限。**受益于西部陆海新通道的政策持续支持，公司货物吞吐量的长期扩张可期。从公司现阶段的在建工程、募投项目以及发改委《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》的政策指导上看，公司持续的产能扩张反映对货物吞吐量长期成长性的信心。公司近年加速投入资本开支，带动固定资产折旧增长。考虑到固定资产计提折旧占公司营业成本比重维持在 30% 内，我们认为折旧扩张对成本的影响整体可控。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑西部陆海新通道建设的影响，我们预计公司 2024~2026 年实现营业收入 73.20、79.89、83.00 亿元，同比增长 5.33%、9.14%、3.90%，实现归母净利润 11.67、11.79、12.69 亿元，同比增速分别为 3.52%、1.04%、7.67%，对应 EPS 为 0.51、0.52、0.56 元，2025 年 3 月 17 日收盘价对应 PE 为 16.28 倍、16.12 倍、14.97 倍。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。
- **股价催化剂：**西部陆海新通道（包括平陆运河）建设进度或带动吞吐量超预期。
- **风险提示：**新增产能的建设进度不及预期；我国对东南亚的进出口需求不及预期；西部陆海新通道、拓宽货源对货物吞吐量的带动不及预期；平陆运河对货物分流的弱化不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,379	6,950	7,320	7,989	8,300
增长率 YoY %	8.0%	8.9%	5.3%	9.1%	3.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,020	1,127	1,167	1,179	1,269
增长率 YoY%	0.0%	10.5%	3.5%	1.0%	7.7%
毛利率%	34.2%	33.8%	30.0%	30.9%	31.5%
净资产收益率 ROE%	7.4%	8.3%	6.5%	6.1%	6.3%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.49	0.51	0.52	0.56
市盈率 P/E(倍)	18.62	16.86	16.28	16.12	14.97
市净率 P/B(倍)	1.39	1.40	1.05	0.99	0.95

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 17 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
一、北部湾港：西南核心港口，规模与盈利性处行业上游.....	7
1.1 经营：吞吐量规模处行业上游，集装箱吞吐量增速领先行业.....	8
1.2 财务：业绩增速有所放缓，ROE 处行业上游.....	9
二、港口行业：区域整合大势所趋，建设与定价趋于理性.....	11
2.1 港口行业商业模式简述：产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模.....	11
2.2 港口整合：初衷为缓解同业竞争，“一省一港”初步形成.....	13
三、西部陆海新通道支撑长期空间，成长性静待释放.....	16
3.1 吞吐量的基本盘：西南腹地以及东南亚相关的进出口需求，成长潜力深厚.....	16
3.2 吞吐量的长期空间：受益于西部陆海新通道建设推进，静待释放.....	18
四、持续扩产彰显信心，成本端压力或影响有限.....	23
五、盈利预测与估值.....	26
5.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润为 11.67 亿元.....	26
5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级.....	27
六、风险提示.....	28

表 目 录

表 1：北部湾港港口整合相关政策/事件.....	8
表 2：港口收费市场化定价的相关政策内容.....	12
表 3：各货种代表港口上市公司及装卸毛利率.....	12
表 4：2010 年起，各项政策指导港口理性建设.....	14
表 5：各地陆续推进港口整合.....	15
表 6：西部陆海新通道的空间布局.....	20
表 7：平陆运河项目建设相关政策/事件.....	21
表 8：北部湾港在建工程相关数据.....	23
表 9：北部湾港 2022 年度向特定对象发行股票募投项目.....	23
表 10：《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》北部湾港重点建设项目.....	24
表 11：北部湾港盈利预测简表.....	26
表 12：北部湾港可比估值表（截至 2025 年 3 月 17 日）.....	27

图 目 录

图 1：北部湾港货物吞吐量结构-分港口.....	7
图 2：北部湾港集装箱吞吐量结构-分港口.....	7
图 3：北部湾港股份货物吞吐量.....	8
图 4：北部湾港股份集装箱吞吐量.....	8
图 5：2023 年交通部口径货物吞吐量全国前 10 港口.....	9
图 6：2023 年交通部口径集装箱吞吐量全国前 10 港口.....	9
图 7：北部湾港股份营业收入.....	9
图 8：北部湾港股份归母净利润.....	9
图 9：北部湾港股份营业收入结构-分业务.....	10
图 10：北部湾港股份毛利润结构-分业务.....	10
图 11：北部湾港股份毛利率-分业务.....	10
图 12：港口板块上市公司 ROE 对比.....	10

图 13: 港口装卸业务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、装卸费率三者	11
图 14: 经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动, 并影响港口的盈利能力	13
图 15: 港口产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动	14
图 16: 北部湾港地理位置	16
图 17: 西南各地合计 GDP	17
图 18: 西南各地及全国 GDP 同比增速 (现价)	17
图 19: 西南各地合计进出口金额 (按境内目的地/货源地) 占全国比重	17
图 20: 西南各地及全国进出口金额同比增速 (按境内目的地/货源地)	17
图 21: 对东盟进出口金额及其占中国进出口金额比重	18
图 22: 广西对东盟进出口金额及其占对东盟进出口金额比重	18
图 23: 长江、西江、北部湾港地理位置	18
图 24: 北部湾港股份与长江相关内河港口货物吞吐量对比	19
图 25: 北部湾港股份与西江相关内河港口货物吞吐量对比	19
图 26: 北部湾港股份与同腹地沿海港口货物吞吐量对比	19
图 27: 广西发往西部陆海新通道相关地区的铁路货运量	20
图 28: 西部陆海新通道相关地区发往广西的铁路货运量	20
图 29: 平陆运河地理位置图	21
图 30: 平陆运河可缩短西南地区经西江到达入海口的距离	21
图 31: 北部湾港全港与西江相关内河港口、湛江港货物吞吐量对比	22
图 32: 广西、云南、贵州近年的外商投资企业投资总额增速远超全国水平	22
图 33: 北部湾港资本开支与资本密集度	24
图 34: 北部湾港在建工程账面价值	24
图 35: 北部湾港固定资产账面价值结构	25
图 36: 北部湾港固定资产计提折旧	25

投资聚焦

北部湾港为西南地区核心港口，公司积极响应港口行业整合的趋势，持续扩张货源、投放产能。吞吐量的长期成长空间基于西部陆海新通道带动的区域协同。其中，西部陆海新通道骨干工程平陆运河降本增效的战略意义显著，相关吞吐量成长性静待释放。

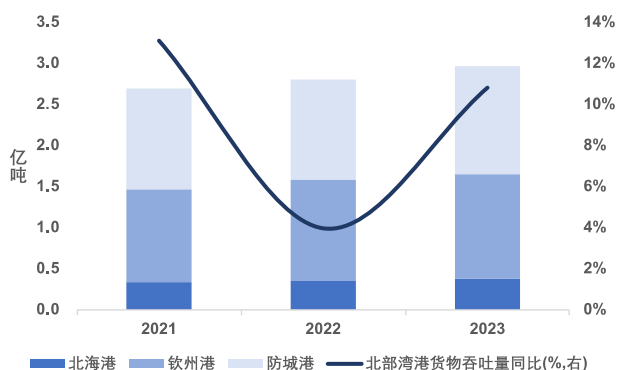
- **腹地：**北部湾港是我国西南地区内外贸物资转运距离最短的出海口、西南地区面向东盟国家最便捷的出海通道，**腹地主要为广西、云南、贵州、四川、重庆等地区，并直接对接对东南亚的进出口需求。**
- **吞吐量的基本盘：**我国西南地区进出口金额成长性突出，广西、贵州进出口金额 2019~2024 年 CAGR 分别超全国水平 5.51、3.58 个百分点；同时，RCEP 的落地带动全国各地对东盟的进出口需求，现阶段广西占全国对东盟进出口金额的比重在 5%~6% 附近，公司相关的航运需求存在扩张空间。
- **吞吐量的成长空间：**公司腹地需求被长江、西江，以及西南地区的沿海港口分流的情况客观存在但影响有限。长期看，西部陆海新通道有望扩大西部地区既有通道能力，带动区域协同。其中，**骨干工程为平陆运河**，广西交通运输厅预计 2026 年底主体建成，有望弱化西江内河港口、湛江港对北部湾港的分流作用，并使北部湾港直接受益于广西、云南、贵州地区后续的进出口航运需求增量。南国早报援引相关研究预计平陆运河货运总量到 2035 年可达 0.96 亿吨，到 2050 年将达 1.2 亿吨。

一、北部湾港：西南核心港口，规模与盈利性处行业上游

北部湾港股份有限公司（北部湾港 000582.SZ）运营北海港、钦州港、防城港三个港口。截至 2024 年末，公司拥有及管理沿海生产性泊位 89 个，开通内外贸集装箱航线 80 条，其中外贸 49 条，年吞吐能力 3.92 亿吨，其中集装箱吞吐量能力 980 万标准箱。2023 年集装箱吞吐量结构中，北海港、钦州港、防城港占比分别为 10.97%、77.41%、11.62%。三个港口分工明确：

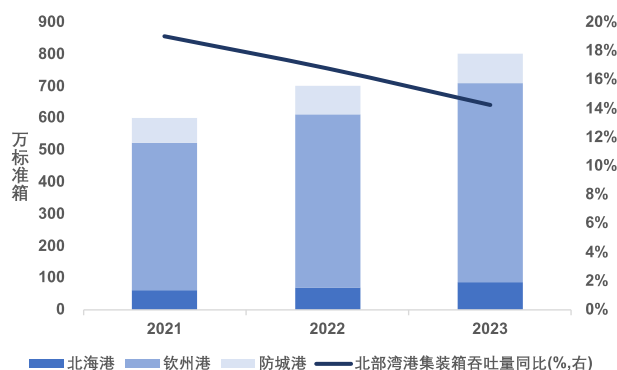
- **北海港：拥有及管理泊位 22 个，综合性商贸港口。**北海港直接经济腹地为桂、滇、黔、川、渝、湘等西南、中南、华南地区，主要货源为煤炭、镍铁矿、粮食、钢材、化肥、硫磺、铜精矿、石粉、木片等。
- **钦州港：拥有及管理泊位 27 个，以集装箱为核心货种，贡献公司近 80%的集装箱吞吐量。**北部湾港目前的 76 条集装箱航线中，有 69 条挂靠钦州港，其中外贸 42 条。钦州港基本覆盖国内以及东南亚、东北亚主要港口，通达全球 100 多个国家。已投产全国首个海铁联运自动化码头。
- **防城港：拥有及管理泊位 44 个，国家重要的建材进出口基地、粮油加工基地、煤炭储备配送中心。**防城港已建成一批大型的铁矿石、煤炭、硫磺、粮食、化肥、液体化工等货种的专用仓储和装卸船系统，正在大力打造防城港粮食交易市场和铁矿配矿贸易集散地。

图1：北部湾港货物吞吐量结构-分港口



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

图2：北部湾港集装箱吞吐量结构-分港口



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

背负整合重任，陆续注入省内资产。公司前身为北海港股份，2013 年 12 月完成非公开发行股份购买防城港务集团持有的防城港 100%股权、北部湾拖船 57.57%股权以及北部湾港集团持有的钦州港 100%股权，实现北海港、钦州港、防城港三港整体上市，2014 年 4 月正式变更名称为“北部湾港”。在相关政策的指导下，公司从控股股东的成立到三港整体上市均基于港口整合的目标，整体上市后陆续注入省内港口资产，持续推进港口整合。

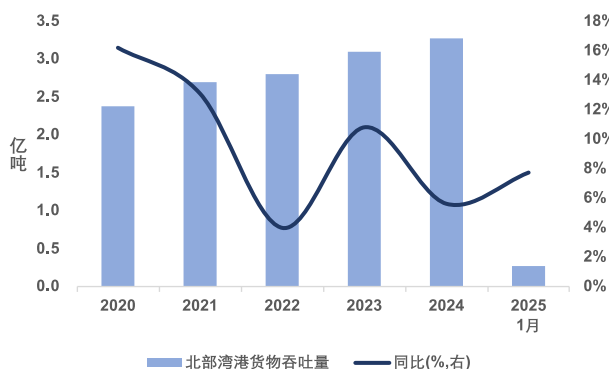
表1：北部湾港港口整合相关政策/事件

时间	相关事件/政策
2006 年 11 月	广西壮族自治区人民政府发布《广西壮族自治区沿海港口布局规划》，提出广西沿海港口将形成以防城地区港口为主要港口，北海地区港口、钦州地区港口为地区性重要港口，分工合作、协调发展的分层次发展格局。
2007 年 3 月	由防城港务集团和钦州港重组整合设立而成的北部湾港集团正式成立，标志着北部湾经济区港口资源整合、统筹发展取得实质性突破。
2008 年 1 月	交通运输部《广西北部湾经济区发展规划》提出，明确港口功能及其合理分工，推进港口经营一体化发展。
2009 年 10 月	北部湾港集团通过无偿划转获得北海港 40.79% 的股份。
2011 年 11 月	广西壮族自治区发改委《广西北部湾经济区“十二五”时期（2011-2015 年）国民经济和社会发展规划提出，进一步理顺港口管理体制，优化港口布局，完善集疏运系统，加大港口一体化建设力度，快速提升北部湾港吞吐能力，打造成为我国沿海重要枢纽港和区域性国际航运中心。
2013 年 12 月	北海港股份完成非公开发行股份购买防城港务集团持有的防城港 100% 股权、北部湾拖船（防城港）57.57% 股权以及北部湾港集团持有的钦州港 100% 股权，实现北海港、钦州港、防城港三港整体上市。
2014 年 4 月	“北海港股份有限公司”正式更名为“北部湾港股份有限公司”。
2015 年 7 月	北部湾港股份完成非公开发行股份购买防城港务集团持有的防城港兴港 100% 股权，以及北部湾港集团持有的钦州兴港 100% 股权、北海兴港 100% 股权等资产，与北部湾港集团、防城港务集团的同业竞争得以进一步缓解。
2018 年 2 月	北部湾港股份以资产置换、非公开发行股份的方式购买北部湾港集团持有的钦州盛港 100% 股权、北海港兴 100% 股权，防城港务集团持有的防城港胜港 100% 股权。
2019 年 11 月	北部湾港股份现金购买北部湾港集团及其下属企业所持有的港口业务相关股权，具体包括北部湾港集团持有的北海宏港 100% 股权，防城港务集团持有的防城港雄港 100% 股权、云约江公司 55% 股权，广西北港建设开发有限公司持有的钦州宏港 100% 股权。
2021 年 6 月	北部湾港发行可转债募集资金购买钦州泰港 100% 股权，并用于防城港渔湾港区 401 号泊位工程后续建设、钦州大榄坪南作业区 9-10 号泊位工程。
2022 年 1 月	北部湾港股份现金购买北部湾港集团持有的防城港东湾港油码头有限公司 51% 股权、国家管网集团广西防城港天然气有限责任公司 49% 股权以及广西天宝能源有限公司 100% 股权。
2022 年 7 月	北部湾港股份现金购买广西钢铁集团有限公司持有防城港赤沙码头有限公司 20% 股权。

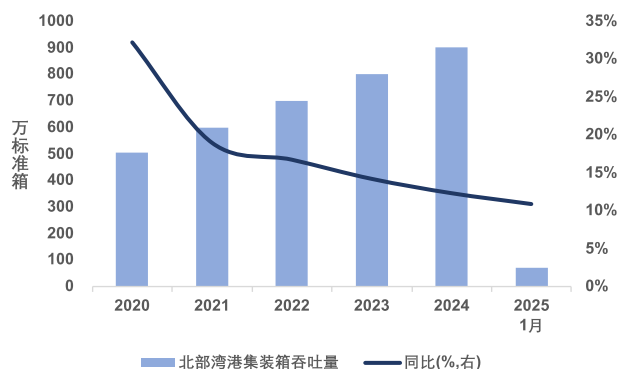
资料来源：广西发改委，公司公告，信达证券研发中心

1.1 经营：吞吐量规模处行业上游水平，集装箱吞吐量增速领先行业

得益于需求的持续挖掘，吞吐量持续高增。公司持续通过散改集、参与海铁联运、提升冷链服务等方式拓宽货源，以实现吞吐量的持续增长。2024 年，公司实现货物吞吐量 3.28 亿吨，同比增长 5.61%，2021~2024 年 CAGR 达 6.76%；实现集装箱吞吐量 901.52 万标准箱，同比增长 12.38%，2021~2024 年 CAGR 达 14.46%。

图3：北部湾港股份货物吞吐量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：北部湾港股份集装箱吞吐量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

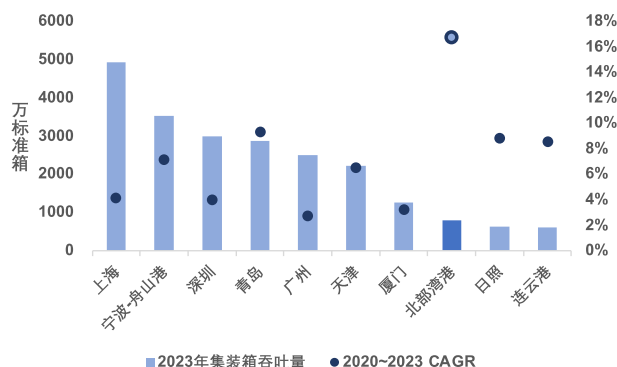
行业地位：吞吐量规模处于行业上游水平，增速领先行业。从交通部口径的全国各港口吞吐量数据上看，2023 年，北部湾港全港实现货物吞吐量 4.40 亿吨，货物吞吐量排名全国第 9；实现集装箱吞吐量 802 万标准箱，集装箱吞吐量排名全国第 8。成长性层面，2020~2023 年，北部湾港全港货物吞吐量 CAGR 为 14.17%，领先全国沿海港口合计水平 9.62 个百分点；2020~2023 年，北部湾港全港集装箱吞吐量 CAGR 为 16.67%，领先全国沿海港口合计水平 11.58 个百分点。

图5：2023 年交通部口径货物吞吐量全国前 10 港口



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图6：2023 年交通部口径集装箱吞吐量全国前 10 港口

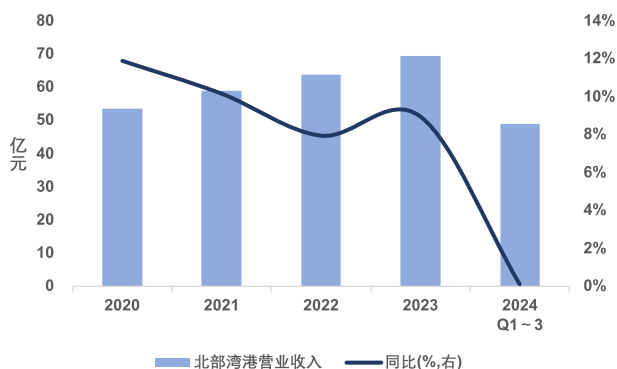


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

1.2 财务：业绩增速有所放缓，ROE 处行业上游

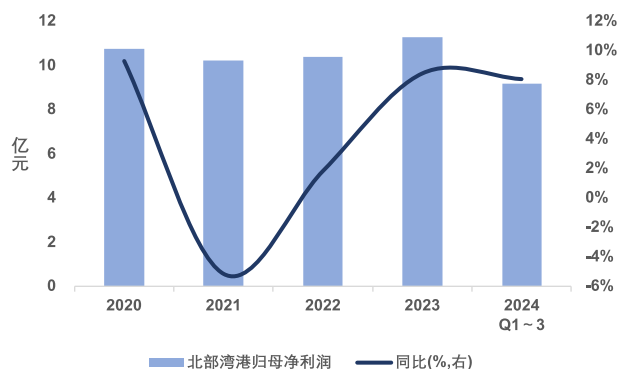
公司营收、归母净利润维持稳增。2023 年，公司实现营收 69.50 亿元，同比增长 8.96%，2020~2023 年 CAGR 为 9.03%；实现归母净利润 11.27 亿元，同比增长 8.44%，2020~2023 年 CAGR 为 1.56%。2024 年前三季度，公司实现营收 49.02 亿元，同比增长 0.13%；实现归母净利润 9.16 亿元，同比增长 8.06%。

图7：北部湾港股份营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

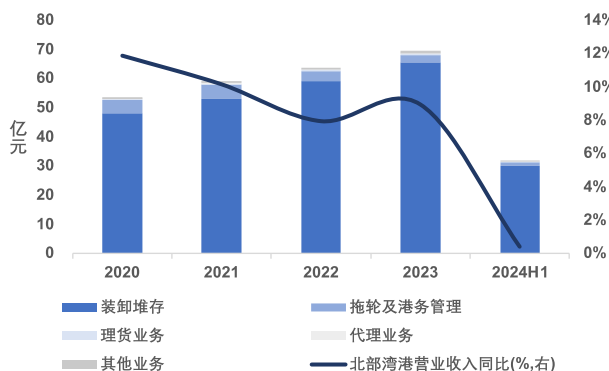
图8：北部湾港股份归母净利润



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

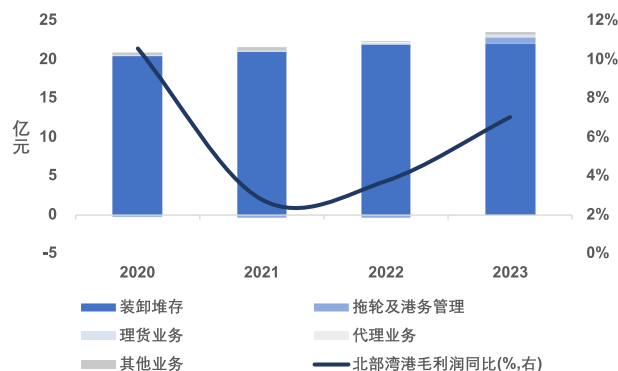
装卸堆存业务持续贡献约 94% 的营收及毛利润。分业务看，装卸堆存为公司核心业务，2023 年实现营收 65.49 亿元，同比增长 10.91%，占公司营收 94.24%；贡献毛利润 22.06 亿元，同比增长 0.60%，占公司毛利润 93.89%。盈利能力上，装卸堆存业务的毛利率维持在 30%~35%，持续支撑公司盈利。

图9：北部湾港股份营业收入结构-分业务



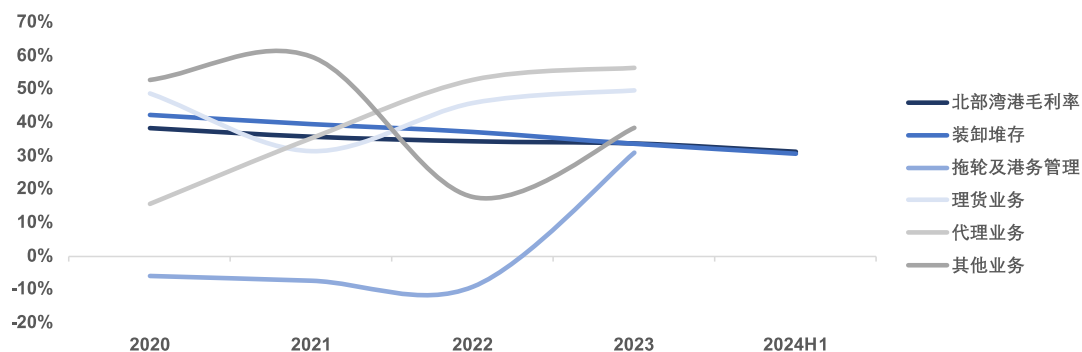
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10：北部湾港股份毛利润结构-分业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

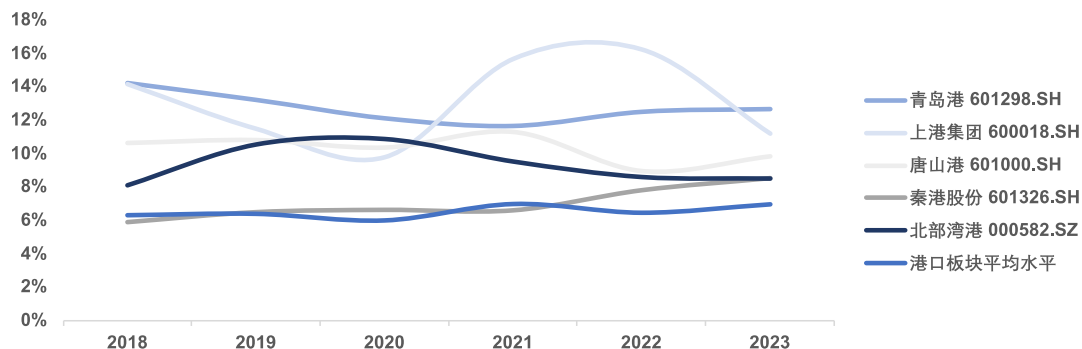
图11：北部湾港股份毛利率-分业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

ROE：处在港口板块上市公司上游。对比 SW 港口板块上市公司 ROE，北部湾港弱于上港集团、青岛港、唐山港等，但持续优于行业平均水平。2023 年，公司 ROE 为 8.50%，高于港口板块平均水平 1.52 个百分点。

图12：港口板块上市公司 ROE 对比



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

二、港口行业：区域整合大势所趋，建设与定价趋于理性

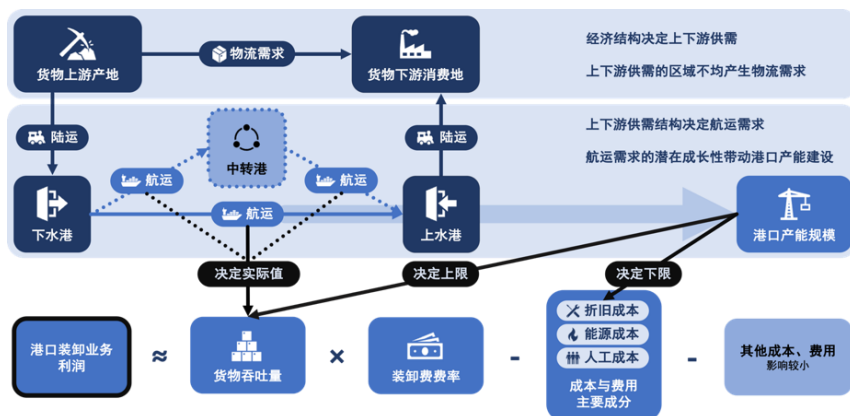
我国港口行业发展成熟，以货物装卸为主业，**腹地经济决定业务规模，产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模**。其中，收入端在市场调节定价模式下，装卸费费率基于货种、货物流向等因素制定；成本端装卸流程的差异导致各货种之间、各港口之间的装卸成本差异，故货种结构、吞吐量规模等因素的差异导致港口之间盈利能力的差异。过去经济波动引起行业产能过剩，加剧港口同业竞争，**整体效益的受损倒逼行业形成整合的趋势**，随着竞争格局改善，行业装卸费率逐步回归理性，但业绩改善并非港口整合的必然结果。

2.1 港口行业生意模式简述：产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模

港口行业生意模式：港口以货物的装卸堆存为核心业务，业务规模取决于货物吞吐量，而货物吞吐量取决于腹地经济。**产能规模、吞吐量、装卸费费率决定利润规模**，货物吞吐量、装卸费费率的上涨有望直接带动利润增量。

- **经济结构决定航运需求：**经济结构决定各货种的上下游供需结构，进而产生物流需求。物流需求、供需区域结构等因素决定各货种的航运需求。
- **航运需求决定吞吐量，并指导产能建设：**港口作为水陆联运的重要枢纽，服务于航运的货物上下水或中转环节，货物吞吐量取决于各货种的航运运量。考虑到产能从规划到施工、投产的周期，港口的产能规模难以根据吞吐量规模高频调整，故**产能建设基于航运需求的潜在成长性**。
- **产能规模决定吞吐量上限以及折旧成本下限：**产能规模决定港口的货物吞吐能力，是**利润规模的基础**。同时，港口作为重资产行业，成本与费用以固定支出为主，**折旧成本、人工成本、能源成本等支出高度挂钩产能规模**，受吞吐量的影响较小。若产能无法被充分利用，吞吐量偏低将对港口收入产生负面影响，考虑到折旧成本等固定支出，港口盈利能力将偏弱，故**产能利用率是利润率的基础**。

图13：港口装卸业务利润主要取决于产能规模、货物吞吐量、装卸费费率三者



资料来源：信达证券研发中心

市场调节定价模式下，装卸费费率基于货种、货物流向等因素制定。根据交通运输部《港口收费计费方法》，我国港口收费方式包括政府定价、政府指导价和市场调节价3种，其中货物装卸费所属的“港口作业包干费”项目在2016年3月起采用市场调节价，港口运营主体根据市场供求和竞争状况、生产经营成本和服务内容自主制定收费标准。以青岛港为例，根据青岛港招股书，公司根据货物类别、作业方式、进/出口类型、以及同行业收费水平等情况进行测算，每年年底通过召开专题会议确定次年港口收费标准。

表2：港口收费市场化定价的相关政策内容

执行起始时间	政策名称	港口收费市场化定价相关内容
2015年1月1日	《交通运输部国家发展改革委关于放开港口竞争性服务收费有关问题的通知》交水发〔2014〕253号	集装箱、外贸散杂货装卸作业，国际客运码头作业等劳务性收费，以及船舶垃圾处理、供水等服务收费，由现行分别实行政府指导价、政府定价统一改为市场调节，由港口经营人、船舶供应服务企业根据市场供求和竞争状况、生产经营成本自主制定收费标准，堆存保管费继续实行市场调节价。
2016年3月1日	《港口收费计费办法》交水发〔2015〕206号	积极推进了港口价格市场化改革，放开了市场竞争性服务收费，将港口作业包干费、堆存保管费、库场使用费等明确实行市场调节价。优化了收费管理模式，港口作业费按环节收费调整为按全过程收费，将35个作业或服务环节统一纳入港口作业包干费一并计收。
2017年9月15日	《港口收费计费办法》交水发〔2017〕104号	国内客运和旅游船舶港口作业费实行市场调节价，纳入港口作业包干费计费范围，由国内客运运营企业向港口经营人支付，不直接向旅客收取；港口经营人不得在港口作业包干费以外对任何国内客运和旅游船舶港口作业单独设项、另行收费。
2019年4月1日	《港口收费计费办法》交水规〔2019〕2号	理货服务费和引航服务以外引领海上移动式平台在我国水域航行的技术服务费实行市场调节价，由理货公司、引领服务单位分别与委托方协商确定具体收费标准。国际船舶多点挂靠停泊费优惠幅度和货物堆存免费保管期，由船方或其代理人、货方或其代理人分别与港口经营人协商确定。
		引航服务以外引领海上移动式平台在我国水域航行的技术服务费实行市场调节价，由引领服务单位与委托方协商确定具体收费标准。

资料来源：交通运输部，国家发改委，信达证券研发中心

货种结构、吞吐量规模等因素的差异导致港口之间盈利能力的差异。综合考虑港口装卸业务在收入端、成本端的影响因素，各港口的盈利能力高度挂钩货种结构。从各货种装卸业务的毛利率上看，装卸自动化程度较高的液体散货、集装箱，行业平均装卸毛利率较高，约45%；而装卸自动化程度偏低的干散货，行业平均装卸毛利率仅约30%。因此，货物吞吐量结构中液体散货、集装箱占比较高的港口盈利能力一般较优。

表3：各货种代表港口上市公司及装卸毛利率

货种	主要子货种	代表港口上市公司及装卸毛利率	行业平均毛利率
集装箱		青岛港：约60% 上港集团：约50% 宁波港：约40% 辽港股份：约30%	约45%
干散货	铁矿石、煤炭	日照港：约25% 青岛港：约20% 唐山港：约45% 秦港股份：铁矿石约25%；煤炭约45% 宁波港：铁矿石约40% 辽港股份：约30%	约30%
液体散货	原油、成品油	青岛港：约65% 南京港：约45% 宁波港：原油约35% 辽港股份：约35%	约45%

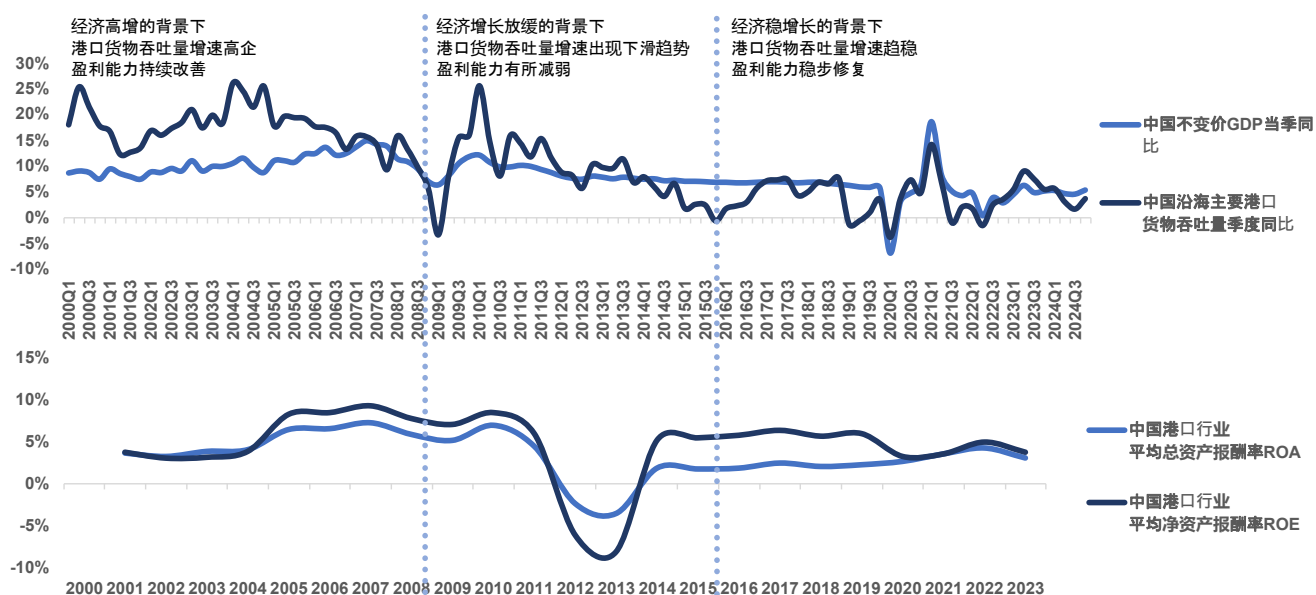
资料来源：各上市公司公告，信达证券研发中心

2.2 港口整合：初衷为缓解同业竞争，“一省一港”初步形成

经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动，并影响港口的盈利能力。复盘 2000 年以来的历史数据，港口行业货物吞吐量增速、盈利能力的变动趋势可大致分为三个阶段：

- **2000~2008 年：**随着我国在 2001 年加入世贸组织，GDP 增速逐步提至 15% 的高水平，我国沿海主要港口货物吞吐量的增速在 20% 左右的高位，并带动港口行业 ROA、ROE 持续改善。
- **2008~2015 年：**在 2008 年环球金融危机爆发后，全球经济增速放缓，我国 GDP 增速逐步下滑至 10% 以内，沿海主要港口货物吞吐量的增速回调至 5% 以内，港口行业 ROA、ROE 随之下滑。
- **2015 年后：**我国强调经济稳增长，GDP 增速稳定在 7% 附近，沿海主要港口货物吞吐量的增速稳定在 4% 附近，港口行业 ROA、ROE 随之趋稳。

图14：经济增速的波动带动港口货物吞吐量增速的波动，并影响港口的盈利能力



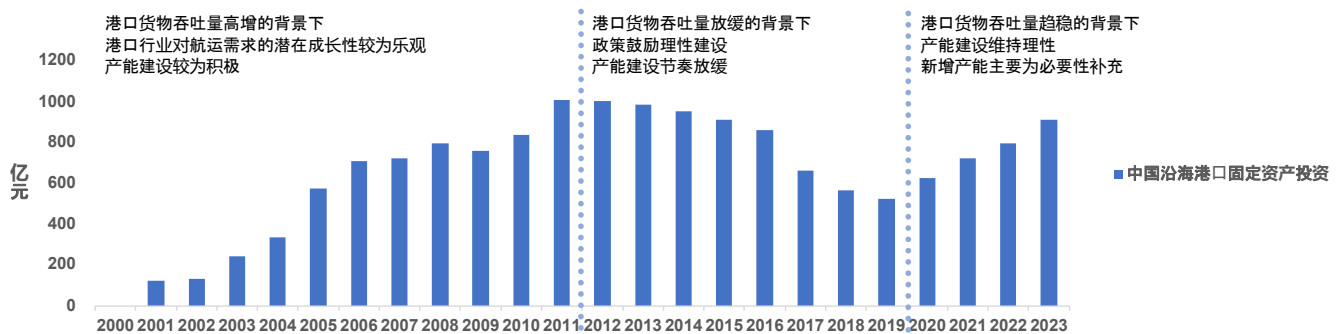
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

同业竞争的加剧：起于吞吐量增速不足引起的产能过剩。港口设施的规划基于航运需求的潜在成长性，规划、建设、投产的周期较长，导致产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动，而产能利用率直接随吞吐量变动，并直接影响港口的盈利能力。

- **2008 年起吞吐量增速的骤降引起行业产能过剩：**在 2000 年起吞吐量高增的背景下，航运需求预期乐观，港口产能建设较为积极，但产能建设的节奏并未随着 2008 年起的吞吐量下滑而及时调整，引起产能过剩。由于港口的竞争力基于腹地资源，同腹地的港口在同货种的装卸上存在直接竞争的关系，产能过剩直接激化同业竞争，并削弱行业的盈利能力。

- **2010 年起，随着政策指导港口理性建设，港口行业产能建设趋于理性。**从 2012 年到 2019 年，全国沿海港口年度固定资产投资额从 1004 亿元收窄至 524 亿元。在理性建设的背景下，现阶段的港口产能建设主要系必要性补充。

图15：港口产能建设节奏的变动滞后于吞吐量增速的变动



资料来源：iFinD，交通运输部，信达证券研发中心

表4：2010 年起，各项政策指导港口理性建设

时间	发布机构	事件/政策名称	相关内容
2010 年 4 月	交通运输部	交通运输部和浙江省政府在杭州联合举办港口物流论坛	促进港口物流业发展，应做好四项重点工作。第一，拓展港口服务功能，积极推进以港口为枢纽的多式联运。第二，加快内河航运发展。第三， 积极推进港口资源优化配置 。第四，加大规范港口市场秩序力度。
2010 年 6 月	交通运输部	我国沿海港口企业联系机制第一次会议	要在继续保持港口基础设施建设良好态势的基础上， 优化港口功能布局，加强港口岸线管理，促进港口协调发展 ；要把节约资源、保护环境放在战略位置，努力推进节能减排， 推动港口由粗放型向集约型、由外延式向内涵式发展转变 。
2012 年 6 月	交通运输部 国家发改委	《港口岸线使用审批管理办法》	规范了港口岸线使用的审批范围、程序、内容和形式， 有利于保证港口岸线深水深用、节约高效、合理利用、有序开发 。
2013 年 4 月	交通运输部	水运建设市场检查	重点检查沿海港口码头建设项目“未批先建”，设计变更和监理单位主要人员到位及现场履职、现场管理情况，招标备案、围标串标、转包和违法分包等情况 。
2016 年 8 月	交通运输部	《关于进一步加强长江港口岸线管理的意见》	沿江各级港口行政管理部门要加强辖区内长江干线港口总体规划执行情况和港口岸线使用情况的监督巡查和定期评估。 严禁未批先建，杜绝占而不建 。需使用岸线的港口设施建设项目， 在未取得港口岸线使用许可前，不予办理项目初步设计审批和竣工验收手续，不得开工建设，不得投入运行（试运行） 。

资料来源：交通运输部，国家发改委，信达证券研发中心

整合趋势的出现：改善行业效益的理性选择。港口行业以降价为主要方式的竞争难以持续，同腹地港口之间的整合可带动行业整体效益改善。随着同业竞争缓解，行业装卸费率逐步回归理性，带动行业盈利能力复苏。

- 2014 年 12 月，交通运输部发布关于全面深化交通运输改革的意见，提出“理顺港口管理体制，**推动港口资源整合，促进区域港口集约化、一体化发展**。”
- 2015 年，国内各港口的区域整合趋于频繁。
- 2017 年 8 月，交通运输部发布关于学习借鉴浙江经验推进区域港口一体化改革的通知，明确推进区域港口一体化发展是**促进港口提质增效升级、化解过剩产能、优化资源配置的重要举措**，对于**建设国际一流港口、推动交通强国建设、服务经济社会发展**具有重要意义。

● 现阶段，我国港口已基本形成“一省一港”态势。

表5：各地陆续推进港口整合

地区	相关上市公司	时间	港口整合事件
福建	厦门港务（000905.SZ）	2009年11月	福建省政府批复《福建省港口体制一体化整合总体方案》，积极整合港湾资源， 加快建设海峡西岸北部、中部、南部三大港口群。
浙江	宁波港（601018.SH）	2015年8月	浙江省海港集团组建成立，成为国内第一家集约化运营管理全省港口资产的省属国有企业。
		2016年9月	宁波港股份完成收购舟山港股份。
海南		2016年12月	海南省政府印发《海南省港口资源整合方案》，全省港口“一盘棋”统筹规划，科学合理调整各港功能定位，促进差异化、协调发展，推进港口、产业、城市联动融合发展， 将全省港口整体打造成为现代化大型组合港。
江苏	南京港（002040.SZ）	2017年5月	江苏省港口集团挂牌成立，由江苏省和连云港、南京、苏州、南通、镇江、常州、泰州、扬州 8市地方国有涉港资产共同出资 ，并整合省属3家航运企业组建而成。
辽宁	辽港股份（601880.SH）	2017年6月	辽宁省政府与招商局集团签署《港口合作框架协议》，合作建立辽宁港口统一经营平台，并以大连港集团、营口港集团为基础设立辽宁港口集团，实现 辽宁沿海港口经营主体一体化 。协议双方争取在2017年底前完成辽宁港口集团的设立和混合所有制改革，在2018年底前完成对省内其他港口经营主体的整合。
广东	广州港（601228.SH）、 盐田港（000088.SZ）	2018年7月	广东省政府交通厅表示，已形成《广东省港口资源整合方案》（稿），整合方案提出以 广州港集团、深圳港口集团（深圳市内部整合组建）为两大主体，分区域整合沿海14市及佛山市范围内的省属、市属国有港口资产。
山东	青岛港（601298.SH / 6198.HK）、 日照港（600017.SH）	2018年1月	山东省政府工作报告提出“强化陆海统筹，整合沿海港口资源，优化口岸布局，谋划推进青岛港、渤海湾港、烟台港、日照港四大集团建设，适时组建山东港口投资控股集团公司。”
		2018年3月	山东港口渤海湾港口集团成立，负责潍坊、东营、滨州三市国有港口、岸线、航线资源的规划、投资、建设和经营管理。
		2019年7月	山东港口渤海湾港口集团全面完成三地四港整合工作。
		2019年7月	青岛港集团与青岛市国资委、威海市国资委、威海港集团签署《国有产权无偿划转协议》，威海市国资委将其持有的威海港100%股权无偿划转给青岛港集团。
		2019年8月	山东省港口集团成立， 在渤海湾港集团的基础上整合青岛港、烟台港、日照港，形成了“以青岛港为龙头，日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局。
		2023年6月	青岛港发布关于筹划重大资产重组事项的停牌公告，拟发行股份及现金购买日照港集团、烟台港集团部分资产。
河北	唐山港（601000.SH）、 秦港股份（601326.SH）	2022年10月	河北港口集团重组成立。

资料来源：各地政府网站，各省港口集团官网，新华社，公司公告，信达证券研发中心

三、西部陆海新通道支撑长期空间，成长性静待释放

北部湾港是我国西南地区内外贸物资转运距离最短的出海口、西南地区面向东盟国家最便捷的出海通道，腹地主要为广西、云南、贵州、四川、重庆等地区，并直接对接对东南亚的进出口需求。

- **吞吐量的基本盘：**我国西南地区进出口金额成长性突出，广西、贵州进出口金额 2019~2024 年 CAGR 分别超全国水平 5.51、3.58 个百分点；同时，RCEP 的落地带动全国各地对东盟的进出口需求，现阶段广西占全国对东盟进出口金额的比重在 5%~6% 附近，公司相关的航运需求存在扩张空间。
- **吞吐量的成长空间：**公司腹地需求被长江、西江，以及西南地区的沿海港口分流的情况客观存在但影响有限。长期看，西部陆海新通道有望扩大西部地区既有通道能力，带动区域协同。其中，骨干工程为平陆运河，广西交通运输厅预计 2026 年底主体建成，有望弱化西江内河港口、湛江港对北部湾港的分流作用，并使北部湾港直接受益于广西、云南、贵州地区后续的进出口航运需求增量。南国早报援引相关研究预计平陆运河货运总量到 2035 年可达 0.96 亿吨，到 2050 年将达 1.2 亿吨。

3.1 吞吐量的基本盘：西南腹地以及东南亚相关的进出口需求，成长潜力深厚

北部湾港是我国西南地区内外贸物资转运距离最短的出海口、西南地区面向东盟国家最便捷的出海通道，腹地主要为广西、云南、贵州、四川、重庆等地区。

图16：北部湾港地理位置

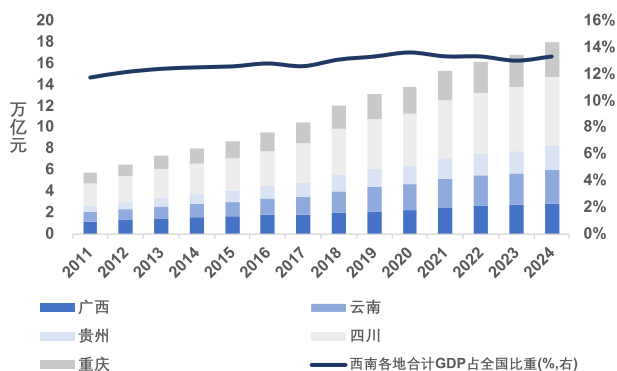


资料来源：Google Maps，信达证券研发中心

西南腹地相关需求：进出口金额成长性突出。

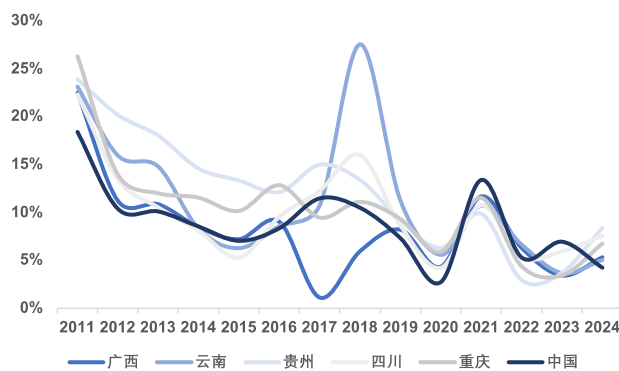
- **GDP**：2024 年，西南五地广西、云南、贵州、四川、重庆合计 GDP 实现 17.97 万亿元，2019~2024 年 CAGR 为 6.46%，与全国水平持平，占全国 GDP 比重 13.32%。分地区看，西南各地区 GDP 增速无显著差距。

图17：西南各地合计 GDP



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图18：西南各地及全国 GDP 同比增速（现价）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

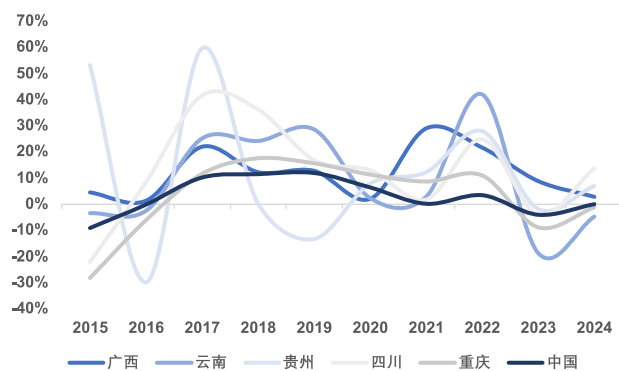
- **进出口金额**：2024 年，西南五地广西、云南、贵州、四川、重庆合计进出口金额实现 2.91 万亿元，2019~2024 年 CAGR 为 8.13%，高于全国水平 1.34 个百分点，占全国进出口金额比重从 2014 年的 4.97%逐步提升至 2024 年的 6.64%，具备一定成长潜力。分地区看，广西、贵州进出口金额成长性突出，2019~2024 年 CAGR 分别超全国水平 5.51、3.58 个百分点。

图19：西南各地合计进出口金额（按境内目的地/货源地）占全国比重



资料来源：Wind，信达证券研发中心

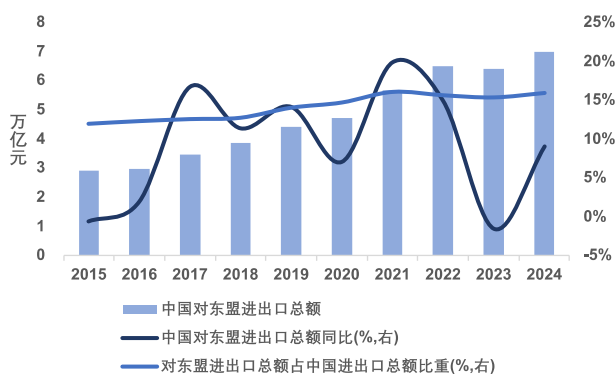
图20：西南各地及全国进出口金额同比增速（按境内目的地/货源地）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

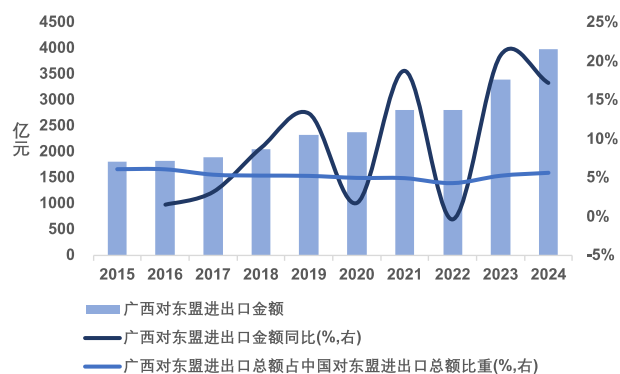
对东南亚的进出口需求：RCEP 落地带动成长空间。2022 年生效以来，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）带动我国与东南亚各国的联系加深。2024 年，我国对东盟的进出口金额实现 6.99 万亿元，同比增长 9.00%，2019~2024 年 CAGR 为 9.57%，高于全国进出口金额的水平 2.78 个百分点，占全国进出口金额的比重从 2014 年的 11.16% 提升至 2024 年的 15.94%。其中，广西对东盟的进出口金额在 2024 年实现 3978.19 亿元，同比增长 17.20%，占全国对东盟进出口金额的比重维持在 5%~6% 附近，相关需求具备成长空间。

图21：对东盟进出口金额及其占中国进出口金额比重



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图22：广西对东盟进出口金额及其占东盟进出口金额比重



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

3.2 吞吐量的长期空间：受益于西部陆海新通道建设推进，静待释放

公司腹地西南地区的相关航运需求可同时对接长江、西江，以及西南地区的沿海港口。我们认为相关需求被分流的情况客观存在但影响有限，目前不存在激烈的同业竞争。

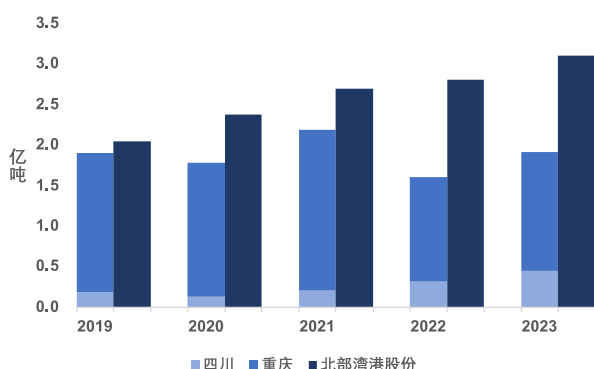
图23：长江、西江、北部湾港地理位置



资料来源：自然资源部《中国主要河流、湖泊分布图》，信达证券研发中心

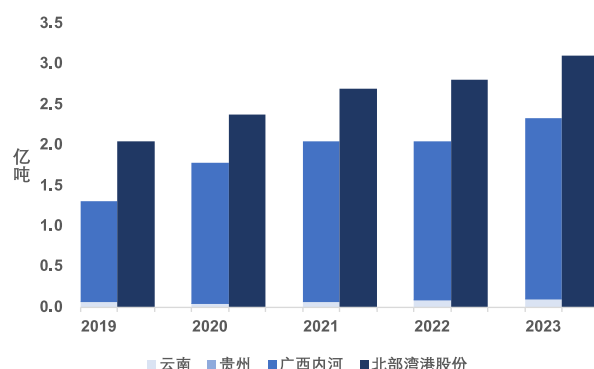
- **长江：四川、重庆通过长江连接华东地区入海口。**2023 年，四川、重庆、内河港口合计货物吞吐量实现 19 亿吨，2020~2023 年 CAGR 为 2.28%，落后公司水平 6.95 个百分点。
- **西江：云南、贵州、广西通过西江连接华南地区入海口。**2023 年，云南、贵州、广西内河港口合计货物吞吐量实现 2.33 亿吨，2020~2023 年 CAGR 为 9.42%，与公司水平接近。根据公司公告，西江内河港口与北部湾港沿海港口的发展规划及客户群体均存在明显差异，不构成实质的同业竞争，我们认为西江对货物的分流程度有限。

图24：北部湾港股份与长江相关内河港口货物吞吐量对比



资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

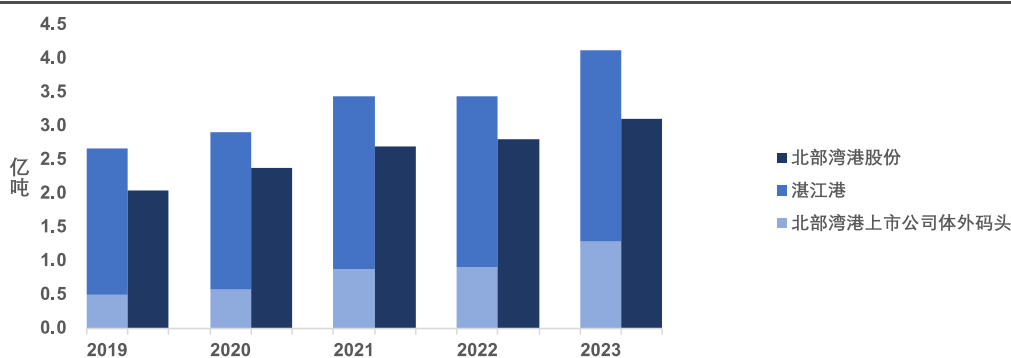
图25：北部湾港股份与西江相关内河港口货物吞吐量对比



资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

- **西南地区其他沿海港口：北部湾地区上市公司体外码头、湛江港与公司服务同一腹地。**2023 年，北部湾地区上市公司体外码头、湛江港合计货物吞吐量实现 4.12 亿吨，2020~2023 年 CAGR 为 12.27%，高于公司水平 3.05 个百分点。

图26：北部湾港股份与同腹地沿海港口货物吞吐量对比

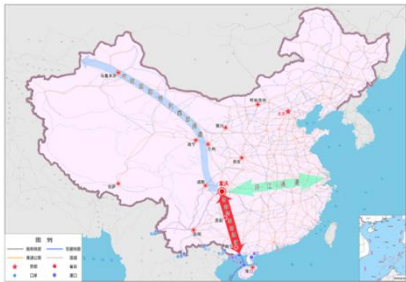


资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

公司货物吞吐量长期的成长空间来自西部陆海新通道带动的区域协同。2019 年 8 月，国家发改委发布《西部陆海新通道总体规划》，以扩大西部地区既有通道能力，协同衔接长江经济带发展，规划期为 2019~2025 年，展望到 2035 年。

- **主通道：**连接北部湾出海口与重庆、四川、贵州、湖南、云南等地的三条铁路。
- **骨干工程：**连接北部湾港与南宁平塘江口的平陆运河。

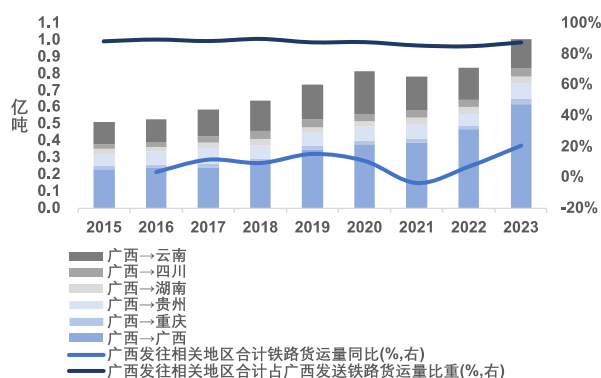
表6：西部陆海新通道的空间布局

布局项目	主要内容	示意图（地理位置、空间布局）
主通道	建设三条铁路通路，共同形成西部陆海新通道的主通道： ● 重庆-贵阳-南宁-北部湾出海口； ● 重庆-怀化-柳州-北部湾出海口； ● 成都-泸州（宜宾）-百色-北部湾出海口。	 西部陆海新通道地理位置示意图（全国）  西部陆海新通道空间布局示意图（局部）
重要枢纽	● 重庆：着力打造国际性综合交通枢纽，充分发挥位于“一带一路”和长江经济带交汇点的区位优势，建设通道物流和运营组织中心； ● 成都：发挥国家重要商贸物流中心的作用，增强对通道发展的引领带动作用。 ● 广西北部湾国际门户港：发挥海南洋浦的区域国际集装箱枢纽港作用，提升通道出海口功能。	
核心覆盖区	围绕主通道完善西南地区综合交通运输网络，密切贵阳、南宁、昆明、遵义、柳州等西南地区重要节点城市和物流枢纽与主通道的联系，依托内陆开放型经济试验区、国家级新区、自由贸易试验区和重要口岸等，创新通道运行组织模式，提高通道整体效率和效益，有力支撑西南地区经济社会高质量发展。	
辐射延伸带	● 强化主通道与西北地区综合运输通道的衔接，联通兰州、西宁、乌鲁木齐、西安、银川等西北重要城市。 ● 结合西北地区禀赋和特点，充分发挥铁路长距离运输优势，协调优化运输组织，加强西部陆海新通道与丝绸之路经济带的衔接，提升通道对西北地区的辐射联动作用，有力促进西部地区开发开放。 ● 注重发挥西南地区传统出海口湛江港的作用，加强通道与长江经济带的衔接。	

资料来源：国家发改委《西部陆海新通道总体规划》，信达证券研发中心

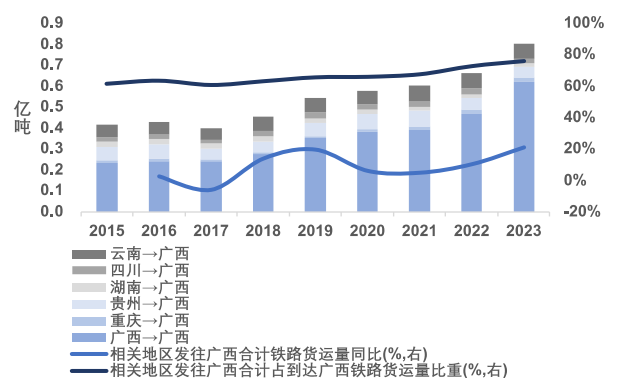
主通道三条铁路：货运量存在增长空间。由于现阶段仍处于规划期，西部陆海新通道对广西铁路货运量的带动作用仍不明显。广西发往西部陆海新通道相关地区的铁路货运量占广西发送铁路货运量比重稳定在 88% 附近，2023 年实现 1.15 亿吨，2020~2023 年 CAGR 为 7.46%；西部陆海新通道相关地区发往广西的铁路货运量占广西接收铁路货运量比重从 2015 年的 61.32% 提升至 2023 年的 76.08%，2023 年实现 1.05 亿吨，2020~2023 年 CAGR 为 6.43%。

图27：广西发往西部陆海新通道相关地区的铁路货运量



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图28：西部陆海新通道相关地区发往广西的铁路货运量



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

骨干工程平陆运河：降本增效战略意义显著，长期货运量有望超 1 亿吨。平陆运河始于南宁横州市西津库区平塘江口，经钦州灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾，全长 134.2 公里，设计年单向通过能力 8900 万吨，工程概算约 727 亿元，2022 年 8 月底正式开工建设，建设工期为 52 个月，广西交通运输厅预计 2026 年底主体建成。

表7：平陆运河项目建设相关政策/事件

时间	相关事件/政策
2019 年 8 月	国家发改委《西部陆海新通道总体规划》提出 推进沟通广西西江至北部湾港的平陆运河研究论证。
2020 年 5 月	交通运输部《内河航运发展纲要》提出打通南北向跨流域水运大通道，建设新大运河，统筹推进长江、珠江、淮河等主要水系间的京杭运河黄河以北段复航工程以及 平陆运河等运河沟通工程 ，形成京杭运河、江淮干线、浙赣粤通道、汉湘桂通道纵向走廊。建设适应长三角一体化和粤港澳大湾区发展的长三角、珠三角国家高等级航道网，对接沿海主要港口，完善内部联络，构筑水网地区河海联运通道。
2021 年 8 月	国家发改委《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》提出强化与西江航道衔接， 研究建设平陆运河 ，建设百色等枢纽通航设施。
2022 年 3 月	广西壮族自治区发改委 批复平陆运河项目建议书 ，项目正式立项。
2022 年 8 月	平陆运河正式开工建设。
2025 年 2 月	作为加快建设交通强国标志性工程、西部陆海新通道骨干工程的平陆运河进入全线动工建设新阶段。

资料来源：国家发改委，交通运输部，广西壮族自治区发改委，广西交通运输厅，广西日报，信达证券研发中心

- **降本增效意义显著：**平陆运河建成后将开辟广西内陆及我国西南、西北地区**运距最短、最经济、最便捷的出海通道**，西南省份货物沿西江干流出海的距离将比现阶段缩短 560 公里以上，广西发改委预计每年可为西部陆海新通道沿线地区节省运输费用 **52 亿元以上**。

图29：平陆运河地理位置图



资料来源：广西壮族自治区交通运输厅，广西交通新闻中心，信达证券研发中心

图30：平陆运河可缩短西南地区经西江到达入海口的距离

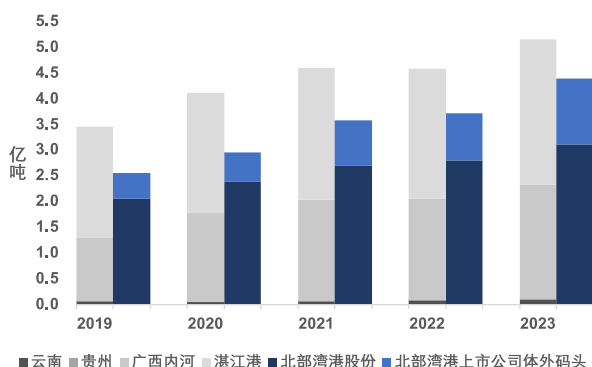


资料来源：自然资源部《中国主要河流、湖泊分布图》，广西壮族自治区交通运输厅，信达证券研发中心

- **吞吐量具备长期增长空间：**平陆运河的开通有望弱化西江内河港口、湛江港对北部湾港的分流作用，并使北部湾港直接受益于广西、云南、贵州地区后续的进出口航运需求增量。南国早报援引相关研究预计平陆运河货运总量到 2035 年可达 **0.96 亿吨**，到 2050 年将达 **1.2 亿吨**。
- **弱化分流：**平陆运河的降本增效作用可将西江内河港口、湛江港的部分航运需求导入北部湾港，从而弱化西江内河港口、湛江港对我国西南地区进出口航运需求的分流作用。2023 年，云南、贵州、广西内河港口、湛江港合计货物吞吐量实现 5.16 亿吨，超北部湾港全港水平 0.76 亿吨，2020 ~ 2023 年 CAGR 为 7.79%，低于北部湾港全港水平 **6.38 个百分点**。

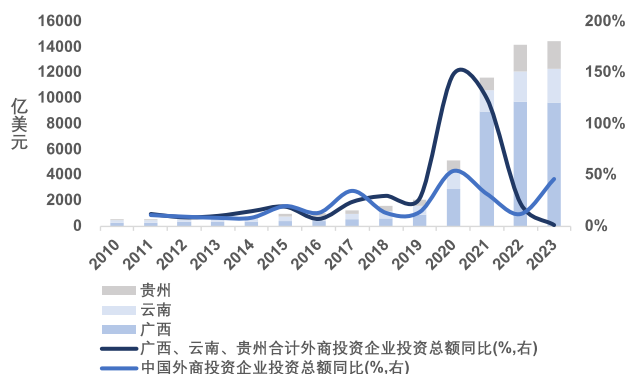
- **直接受益于增量：**广西、云南、贵州三地积极招商引资，当地产业的相关进出口航运需求预计持续带动吞吐量增长。2023 年，广西、云南、贵州合计外商投资企业投资总额实现 1.45 万亿美元，2013~2023 年 CAGR 高达 35.78%，超出全国水平 **12.15 个百分点**。其中广西表现突出，2023 年实现 9671 亿美元，2013~2023 年 CAGR 高达 40.65%，超出全国水平 **17.02 个百分点**。

图31：北部湾港全港与西江相关内河港口、湛江港货物吞吐量对比



资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

图32：广西、云南、贵州近年的外商投资企业投资总额增速远超全国水平



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

四、持续扩产彰显信心，成本端压力或影响有限

受益于西部陆海新通道的政策持续支持，公司货物吞吐量的长期扩张可期。从公司现阶段的在建工程以及发改委《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》的政策指导上看，公司持续产能扩张反映对货物吞吐量长期成长性的信心。

- **中短期：在建泊位将陆续投产并增厚利润。**截至 2024 年上半年末，公司在建工程包含 13 个泊位，其中 6 个泊位工程进度已达 90%以上，我们预计短期内将完工投产。基于公司 2022 年度向特定对象发行股票募集说明书，2023~2025 年完工的泊位项目预计在 2027~2028 年达产，我们认为中短期内公司利润有望稳步增厚。

表8：北部湾港在建工程相关数据

项目名称	增加金额 亿元		转入固定资产金额 亿元		账面余额 亿元		工程进度		
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2022	2023	2024H1
防城港企沙港区赤沙作业区 1 号泊位（一期）工程	2.95	0.23			11.27	11.50	37.2%	94.0%	95.0%
防城港企沙港区赤沙作业区 2 号泊位（一期）工程	1.78	0.27			7.94	8.21	39.8%	92.0%	93.0%
钦州港大榄坪港区大榄坪南作业区 9 号 10 号泊位工程	4.69	0.99	20.81		8.92	9.91	59.8%	79.0%	79.0%
防城港渔湾港区第四作业区 401 号泊位工程	0.49	0.11			1.47	1.58	39.0%	56.0%	56.0%
北海港铁山港西港区北暮作业区南 7 号至南 10 号泊位工程	4.59	0.59		0.04	9.02	9.57	60.0%	95.0%	98.0%
防城港渔湾港区煤炭仓储基地项目		0.72				3.56			85.0%
北海港铁山港西港区北暮作业区南 4 号南 5 号泊位工程		0.25				0.32			3.0%
防城港粮食输送改造工程（六期）		0.50				0.54			20.0%
钦州港大榄坪港区大榄坪作业区 4 号 5 号泊位一期工程		0.23				0.37			16.5%
在建工程合计	33.81	6.65	46.67	4.17	47.51	49.25			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表9：北部湾港 2022 年度向特定对象发行股票募投项目

项目名称	项目 投资总额 亿元	拟使用 募集资金金额 亿元	项目 建设周期	预计 完工时间	预计 达产年份	完全达产当年预计贡献	
						营收 亿元	净利润 亿元
北海港铁山港西港区北暮作业区南 4 号南 5 号泊位工程	27.81	20	24 个月	2025 年底前	2028	2.94	1.53
北海港铁山港西港区北暮作业区南 7 号至南 10 号泊位工程	18.22	3	32 个月	2023 年底前	2027	2.66	0.71
防城港粮食输送改造工程（六期）	6.47	3	36 个月	2025 年底前	2028	1.35	0.58
偿还银行借款	10.00	10					
合计	62.50	36					

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **中长期:《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》的泊位建设计划。**2021年8月,国家发改委发布《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》,提出加快广西北部湾国际门户港建设,分别针对钦州港、防城港、北海港提出重点建设项目,其中**包含多个泊位,奠定中长期扩产空间。**

表10:《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》北部湾港重点建设项目

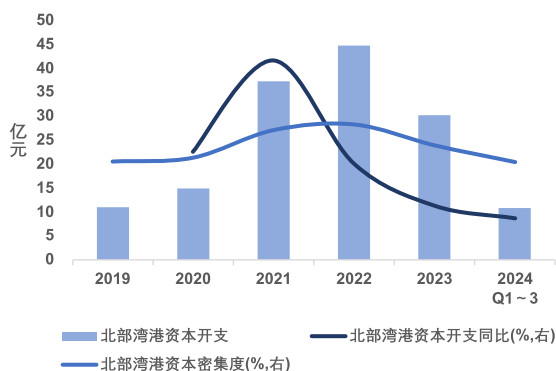
相关港口	相关建设内容
钦州港	建设钦州港大榄坪南作业区 7~18 号集装箱泊位、大环作业区 17~19 号泊位,建成 20 万吨级进港航道,推进南宁至钦州至防城港铁路增建二线、钦港铁路扩能、钦州铁路集装箱中心站二期、金鼓江疏港公路建设和大榄坪至三墩公路扩建。
防城港	建设防城港赤沙 1、2、6 号泊位、渔湾作业区泊位,加快 30 万吨级码头及进港航道、企沙铁路支线电气化改造建设。
北海港	建设北海港北暮作业区 7~20 号泊位及沙尾、石头埠、啄罗作业区泊位和 20 万吨级进港航道,研究布局 30 万吨级码头及航道,推进合浦至铁山港、铁山港至石头埠和啄罗铁路建设。

资料来源:发改委《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》,信达证券研发中心

我们预计新增产能相关成本端压力整体可控。

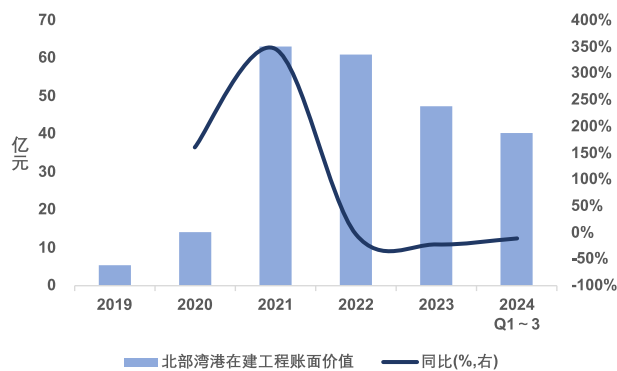
- **近年资本开支加速投入,带动在建工程扩张。**公司资本开支在 2023 年实现 30.26 亿元,2020~2023 年 CAGR 为 26.64%,在 2024 年前三季度实现 10.90 亿元,同比下滑 48.24%;公司在建工程账面价值在 2023 年末为 47.48 亿元,2020~2023 年 CAGR 为 49.71%,在 2024 年三季度末为 40.26 亿元。

图33:北部湾港资本开支与资本密集度



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图34:北部湾港在建工程账面价值

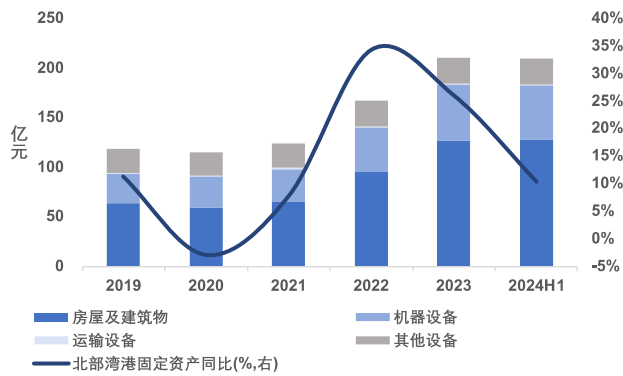


资料来源:公司公告,信达证券研发中心

- **2022年起扩张转固规模,带动折旧增长。**随着在建工程转固,公司固定资产规模在 2023 年同比提升 26.06%至 210.68 亿元,其中房屋及建筑物、机器设备合计占比从 2019 年的 78.85%提升至 2024 年上半年的 87.05%。固定资产计提折旧占公司营业成本比重维持在 30%内,我们认为折旧扩张对成本的影响整体可控。

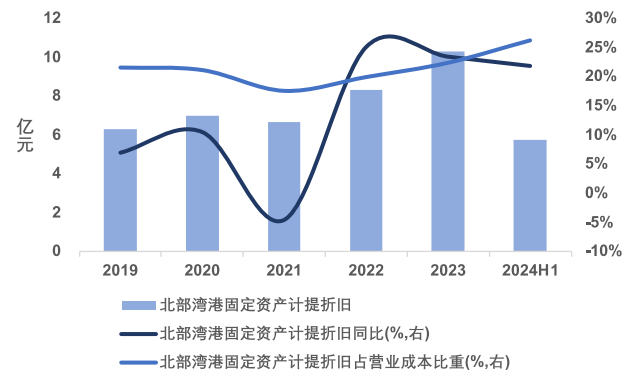


图35：北部湾港固定资产账面价值结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图36：北部湾港固定资产计提折旧



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测：我们预计 2024 年公司归母净利润为 11.67 亿元

我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

- 货物吞吐量：**根据公司公告，公司货物吞吐量在 2024 年同比增长 5.61%，考虑到西部陆海新通道相关吞吐量于 2026~2027 年起释放，预计公司货物吞吐量 2025~2026 年同比增速分别为 8%、3%。
- 装卸堆存单吨收入：**公司装卸堆存单吨收入维持在 20 元/吨附近波动，结合 2024 年上半年同比下滑 2.72%，预计 2024~2026 年公司装卸堆存单吨收入同比增速分别为-1%、1%、1%。
- 装卸堆存单吨成本：**公司装卸堆存单吨成本维持在 13 元/吨附近波动，结合 2024 年上半年水平同比增长 8.59%，预计 2024~2026 年公司装卸堆存单吨成本同比增速分别为 5%、0%、0%。

表11：北部湾港盈利预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营数据					
货物吞吐量 亿吨	2.80	3.10	3.28	3.54	3.65
同比	3.98%	10.81%	5.61%	8.00%	3.00%
单吨装卸堆存收入 元/吨	21.08	21.10	20.89	21.10	21.31
同比	6.91%	0.09%	-1.00%	1.00%	1.00%
单吨装卸堆存成本 元/吨	13.25	13.99	14.69	14.69	14.69
同比	11.02%	5.59%	5.00%	0.00%	0.00%
财务数据					
营业收入 亿元	63.78	69.50	73.20	79.89	83.00
同比	7.96%	8.96%	5.33%	9.14%	3.90%
其中：装卸堆存收入 亿元	59.05	65.49	68.48	74.69	77.70
同比	11.17%	10.91%	4.56%	9.08%	4.03%
营业成本 亿元	41.83	46.00	51.20	55.24	56.86
同比	10.31%	9.98%	11.30%	7.88%	2.94%
毛利润 亿元	21.95	23.49	21.99	24.65	26.14
同比	3.74%	7.02%	-6.37%	12.07%	6.04%
毛利率	34.42%	33.80%	30.05%	30.85%	31.49%
归母净利润 亿元	10.39	11.27	11.67	11.79	12.69
同比	1.83%	8.44%	3.52%	1.04%	7.67%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级

我们对北部湾港的盈利预测及估值：我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 11.67、11.79、12.69 亿元。基于 2025 年 3 月 17 日收盘价，公司 PE (TTM) 为 15.8 倍，**2024~2026 年对应 PE 分别为 16.3、16.1、15.0 倍，PB (LF) 为 1.1 倍。**

公司估值对比行业水平偏低：公司为综合性港口企业，我们选取 SW 二级港口行业中的可比公司青岛港、广州港、连云港进行对比。基于 2025 年 3 月 17 日收盘价，3 家可比标的加权平均 PB (LF) 为 1.3 倍，公司当前 PB (LF) 低于行业水平。

表12：北部湾港可比估值表（截至 2025 年 3 月 17 日）

证券代码	601298.SH	601228.SH	601008.SH	可比公司加权平均	000582.SZ
证券简称	青岛港	广州港	连云港		北部湾港
市值 亿元	511.6	241.4	47.4		189.9
PB (LF) 倍	1.3	1.2	1.2	1.3	1.1

资料来源：公司公告，iFinD，信达证券研发中心

我们对北部湾港的投资评级：考虑到公司业绩长期成长空间有望受益于西部陆海新通道投产，我们认为公司当前价值低估，**首次覆盖给予“增持”评级。**

六、风险提示

- **新增产能的建设进度不及预期：**公司的业绩成长性基于现阶段以及后续新增产能投产后带动的吞吐量，若产能建设的进度不及预期，公司吞吐量及业绩的释放或不及预期。
- **我国对东南亚的进出口需求不及预期：**公司的货物吞吐量与东南亚进出口需求高度相关，若我国对东南亚的进出口需求不及预期，公司吞吐量及业绩或不及预期。
- **西部陆海新通道、拓宽货源对货物吞吐量的带动不及预期：**公司的货物吞吐量增长点主要来自西部陆海新通道、拓宽货源，若二者对货物吞吐量的带动不及预期，公司吞吐量及业绩或不及预期。
- **平陆运河对货物分流的弱化不及预期：**平陆运河的开通有望弱化西江内河港口、湛江港的分流作用，并使北部湾港直接受益于广西、云南、贵州地区后续的进出口航运需求增量。若平陆运河对货物分流的弱化不及预期，公司吞吐量及业绩或不及预期。

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,362	3,523	7,399	9,317	10,198	营业总收入	6,379	6,950	7,320	7,989	8,300
货币资金	2,144	2,134	4,738	6,464	7,255	营业成本	4,199	4,600	5,120	5,524	5,686
应收票据	120	195	236	258	268	营业税金及附加	54	80	85	92	96
应收账款	472	516	1,637	1,787	1,857	销售费用	0	0	0	0	0
预付账款	5	5	6	7	7	管理费用	509	537	566	618	642
存货	47	42	52	56	58	研发费用	9	19	20	22	22
其他	574	631	729	746	754	财务费用	263	313	337	328	336
非流动资产	27,122	29,785	31,923	32,874	34,365	减值损失合计	-24	0	0	0	0
长期股权投资	101	193	193	193	193	投资净收益	-60	-27	220	0	0
固定资产（合计）	17,442	21,071	24,263	26,351	28,436	其他	122	144	150	173	181
无形资产	2,721	2,778	2,778	2,778	2,778	营业利润	1,384	1,516	1,562	1,578	1,699
其他	6,858	5,743	4,689	3,552	2,959	营业外收支	8	-7	0	0	0
资产总计	30,485	33,308	39,323	42,191	44,563	利润总额	1,392	1,509	1,562	1,578	1,699
流动负债	6,071	6,608	7,047	7,563	7,894	所得税	261	264	273	276	297
短期借款	1,511	1,798	1,998	2,198	2,398	净利润	1,131	1,245	1,289	1,302	1,402
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	111	118	122	123	133
应付账款	2,285	2,104	2,574	2,777	2,859	归属母公司净利润	1,020	1,127	1,167	1,179	1,269
其他	2,275	2,706	2,475	2,589	2,637	EBITDA	2,790	3,200	3,281	3,455	3,744
非流动负债	8,576	10,891	11,940	12,990	14,040	EPS（当年）（元）	0.60	0.64	0.51	0.52	0.56
长期借款	5,133	7,078	8,078	9,078	10,078	现金流量表					
其他	3,443	3,813	3,861	3,911	3,961	单位：百万元					
负债合计	14,647	17,500	18,986	20,553	21,933	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2,127	2,207	2,329	2,453	2,586	经营活动现金流	2,598	2,155	2,161	3,397	3,617
归属母公司股东权益	13,710	13,601	18,007	19,186	20,045	净利润	1,131	1,245	1,289	1,302	1,402
负债和股东权益	30,485	33,308	39,323	42,191	44,563	折旧摊销	1,060	1,343	1,382	1,549	1,709
重要财务指标						财务费用	285	339	380	423	465
单位：百万元						投资损失	-594	60	-220	0	0
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	营运资金变动	53	-732	-672	124	41
营业总收入	6,379	6,950	7,320	7,989	8,300	其它	9	-67	3	0	0
同比（%）	8.0%	8.9%	5.3%	9.1%	3.9%	投资活动现金流	-4,862	-3,143	-3,310	-2,500	-3,200
归属母公司净利润	1,020	1,127	1,167	1,179	1,269	资本支出	-4,479	-3,026	-3,706	-2,500	-3,200
同比（%）	0.0%	10.5%	3.5%	1.0%	7.7%	长期投资	-385	-117	0	0	0
毛利率（%）	34.2%	33.8%	30.0%	30.9%	31.5%	其他	1	0	396	0	0
ROE%	7.4%	8.3%	6.5%	6.1%	6.3%	筹资活动现金流	834	986	3,752	827	375
EPS（摊薄）（元）	0.45	0.49	0.51	0.52	0.56	吸收投资	97	18	3,568	0	0
P/E	18.62	16.86	16.28	16.12	14.97	借款	917	2,232	1,200	1,200	1,200
P/B	1.39	1.40	1.05	0.99	0.95	支付利息或股息	-667	-702	-724	-423	-875
EV/EBITDA	7.28	7.31	8.34	7.78	7.30	现金流净增加额	-1,430	-2	2,604	1,725	792



研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。